



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

Update

January 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 19 January 2009.

Overview

The outlook for the global economy has deteriorated significantly since the October *Monetary Policy Report*. The financial crisis intensified last autumn and spilled over into an already weak global economy, which, in turn, put further strains on the financial system. This dynamic contributed to heightened uncertainty and a collapse of confidence, compounding the situation. The major advanced economies, including Canada, are now in recession, and emerging-market countries are increasingly affected. In response to the sudden downturn in global demand, there have been further declines in commodity prices, especially for energy, and global inflationary pressures have abated rapidly.

Policy-makers have responded to the fall in global economic activity with bold and concerted policy actions. Central banks have cut monetary policy rates aggressively since last October, and governments in many countries are enacting substantial fiscal stimulus packages. Additional initiatives to stabilize financial institutions in advanced economies are now under way, and the extraordinary measures taken by central banks and governments are starting to gain traction. However, with a negative feedback loop between the weak economy

Highlights

- The outlook for the global economy has deteriorated significantly since October, and all major advanced economies are now in recession.
- Policy-makers have responded to the fall in global economic activity with bold and concerted policy actions.
- Canadian GDP is projected to decline by 1.2 per cent in 2009 and to rebound by 3.8 per cent in 2010.
- Core inflation is projected to ease through 2009, reaching a low of 1.1 per cent, while total CPI inflation is expected to dip below zero for two quarters in 2009.
- Both core and total CPI inflation are expected to return to the 2 per cent target by mid-2011.
- The outlook is subject to a high degree of uncertainty, but the Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced.
- The Bank lowered its policy rate by 50 basis points on 20 January, bringing the cumulative easing to 350 basis points since December 2007.

and financial markets, it will take some time for conditions to normalize.

Economic activity in Canada is projected to decline through mid-2009 as a result of these global developments. Canadian exports are already falling sharply in response to the downturn in external demand, especially from the United States. Reductions in real income associated with the reversal in commodity prices, together with steep declines in confidence and reductions in household net worth, are leading to a decline in final domestic demand. The Canadian economy is expected to recover in the second half of 2009 and to grow above potential in 2010, as policy actions begin to take hold, both in Canada and globally. Support will also be provided from the past depreciation of the Canadian dollar. On an average annual basis, real GDP is projected to decline by 1.2 per cent in 2009 and to rebound by 3.8 per cent in 2010.

The Canadian economy moved into excess supply in the fourth quarter of 2008. Excess supply is expected to build sharply in the first half of 2009 and is not projected to be fully eliminated until mid-2011.

With the sharp widening of the output gap, together with modest decreases in housing prices, core CPI inflation in Canada is projected to ease through 2009, reaching an anticipated low of 1.1 per cent by the fourth quarter. Total CPI inflation is expected to fall much more abruptly, dipping below zero in the second and third quarters of 2009, reflecting year-on-year drops in energy prices. With inflation expectations well anchored, total and core CPI inflation are projected to return to the Bank's 2 per cent target in the first half of 2011, as the economy returns to potential.

Against this background, the Bank lowered its policy rate by 50 basis points on 20 January, bringing the cumulative monetary policy easing to 350 basis points since December 2007. Guided by Canada's inflation-targeting framework, the Bank

will continue to monitor carefully economic and financial developments in judging to what extent further monetary stimulus will be required to achieve the 2 per cent target over the medium term. Low, stable, and predictable inflation is the best contribution monetary policy can make to long-term economic growth and financial stability.

Global developments continue to pose significant risks to the Bank's inflation projection for Canada, on both the upside and the downside. On the upside, the global economy could be stronger if global fiscal stimulus turns out to be more expansionary than expected, or if the aggressive policy actions taken simultaneously across major economies reduce uncertainty and restore confidence more quickly than assumed. On the downside, the global recession could be deeper and more protracted because financial conditions take longer to normalize.

More generally, there are risks around the resolution of global imbalances. While cyclical developments appear to be contributing to a narrowing of large current account imbalances, a lasting and orderly resolution will require policies to promote a rebalancing of domestic demand across major economic areas.

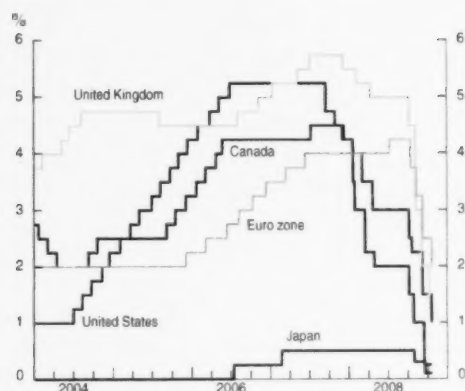
Although the outlook is subject to a high degree of uncertainty, the Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced.

Recent Economic Developments

Global Developments

The global economy has deteriorated significantly since the *October Report*, with the deepening financial crisis spilling over to real economic activity. The major advanced economies are now in recession, and the synchronized nature of the contraction is increasingly affecting emerging-market countries through trade, financial, and confidence channels. Uncertainty about the

Chart 1
Official Policy Rates
Daily



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, and European Central Bank

outlook remains high and is a contributing factor restraining activity.

As a result of substantially weaker global demand, commodity prices have fallen, particularly for energy. Oil prices have declined by 50 per cent since October. The drop in commodity prices has contributed to sharp declines in headline inflation in many countries. Measures of core inflation have also started to ease, reflecting growing excess supply and some pass-through from lower commodity prices.

Policy-makers have responded to the sharp fall-off in economic activity with a series of bold policy actions. Easing inflationary pressures have prompted central banks to cut rates to extraordinarily low levels (Chart 1). In some countries, such as the United States and Japan, where policy rates are close to zero, monetary authorities are resorting to other means of credit easing. Policy-makers are also turning increasingly to discretionary fiscal policy measures to stimulate domestic demand.

The U.S. economy registered a small decline in the third quarter of 2008, and recent indicators suggest that it contracted sharply in the fourth quarter. Consumption has continued to decline because of substantial employment losses, reduced credit availability,

an unprecedented fall in household wealth, and low consumer confidence. Industrial production has declined dramatically, reflecting a broad-based contraction of activity in the manufacturing sector. Sales and production of motor vehicles, in particular, have been much weaker than anticipated.

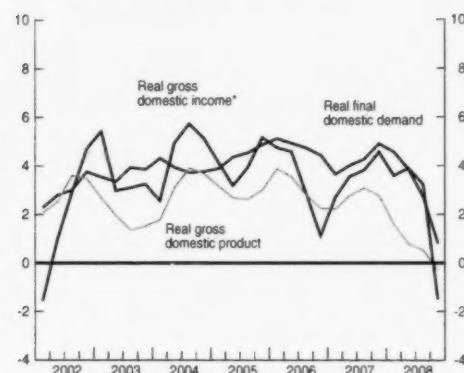
Across other major regions, there has been a sudden unexpected decline in economic activity. In Europe and Asia, key indicators, such as consumer confidence and purchasing managers' indexes, point to a further deterioration in growth prospects. In Europe, tightening credit conditions and the reduction in house prices and financial wealth have been important factors behind flagging domestic demand; in Japan, the appreciation of the yen and the weakness in export markets have been key drivers. For many emerging-market economies, the recent reversal in capital flows is depressing demand by significantly constraining the availability of credit. Sharp declines in trade credit, in particular, appear to be having a significant impact on global trade.

Canadian Economic Activity

Economic conditions in Canada have also deteriorated significantly since the October *Report*, notwithstanding a small positive surprise to growth in the third quarter of 2008. As a result of the recent sharp decline in global economic activity, the Canadian economy has entered a recession.

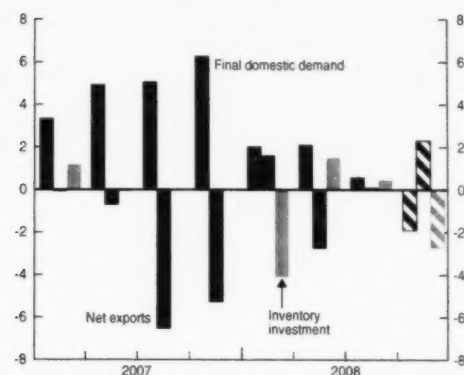
Real GDP rose at an annual rate of 1.3 per cent in the third quarter of 2008, after virtually no change in the first half of the year. Both net exports and inventory investment made a slight contribution to real GDP growth, in contrast to the overall drag they exerted in the first half. Growth of final domestic demand, however, slowed markedly in the third quarter, reflecting both slower growth in real incomes and heightened uncertainty in the face of the deepening global recession (Chart 2). Export volumes continued to fall, with especially large declines in farm, energy, and forestry products.

Chart 2
Real Income, Domestic Demand, and Output
 Year-over-year percentage change



* Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand. Note: Estimates for the fourth quarter of 2008 are based on the Bank's monitoring of current data.

Chart 3
Contribution to Real GDP Growth
 Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the fourth quarter of 2008 are based on the Bank's monitoring of current data.

Data for the fourth quarter of 2008 suggest that real GDP contracted at an annual rate of 2.3 per cent—much larger than the 0.4 per cent decrease projected in the *October Report*. With the considerable downturn in U.S. economic activity, Canadian exports (particularly automotive products) are expected to register a sharp drop. Given the recent declines in our terms of trade, real income growth, and confidence, Canadian households and businesses are becoming increasingly cautious. As a result, domestic demand, especially in housing and business

investment (including inventories), is expected to have decreased in the fourth quarter (Chart 3).

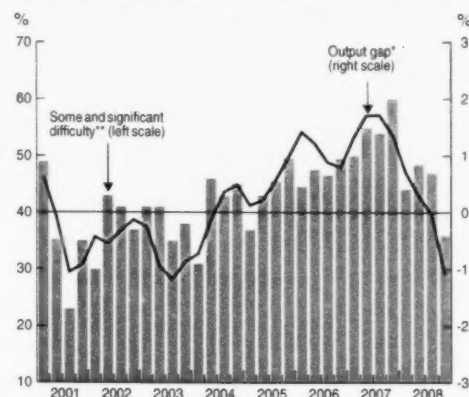
Estimated Pressures on Capacity

The Canadian economy moved into excess supply in the fourth quarter of 2008. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating about 1 per cent below its production potential in the fourth quarter of 2008 (Chart 4).¹ In the Bank's winter *Business Outlook Survey*, the percentage of respondents reporting some pressures on capacity fell below average, while the percentage reporting labour shortages dropped to its lowest level in the 10-year history of the survey.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Movements in the total CPI over the past six months have mainly reflected the impact of

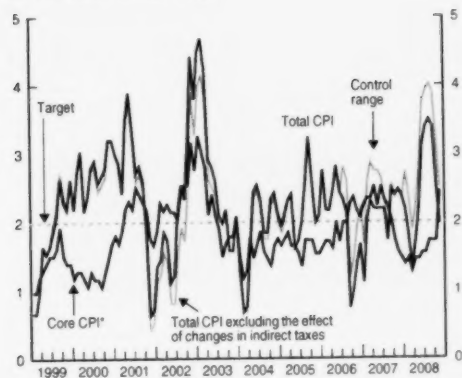
Chart 4
Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the fourth quarter of 2008 is based on a projected decrease in output of 2.3 per cent (at annual rates) for the quarter.
 ** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

1. The level of excess supply in the fourth quarter of 2008, estimated using the Bank's conventional measure, is about the same as that expected in the *October Report*. Despite a much larger projected reduction in real GDP in the fourth quarter than previously expected, the level of output in that quarter is only slightly lower than projected in the last *Report*, because of revisions to GDP growth in the first half of 2008 and a small positive surprise to growth in the third quarter. The lower projected level of output is offset by a small decrease in the estimated level of potential output.

Chart 5
Consumer Price Index
 Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components.

fluctuating crude oil prices. After peaking at 3.5 per cent in August, the 12-month rate of increase in the total CPI fell to 2.0 per cent in November, somewhat lower than expected in the *October Report*.

The core rate of inflation averaged 1.7 per cent from August to October, but jumped to 2.4 per cent in November (Chart 5)—much higher than in the October base-case projection. A marked reduction in sales incentives for 2009 motor vehicles, relative to those for 2008 models, contributed to the increase. There was also a further increase in core food prices in November. These positive surprises to core inflation are not expected to persist, given the weak demand conditions in the automotive sector and the sharp drop in food commodity prices over the past year.

Measures of near-term inflation expectations have been volatile over the past six months, reflecting the sharp swings in energy prices. After reaching recent highs in mid-2008, expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, fell markedly. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 0.7 per cent for 2009, but moves back up to 1.9 per cent for 2010. Taking this and other information into account, the Bank judges that medium-

and longer-term inflation expectations remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

Financial Developments

Stabilization of the global financial system is a precondition for economic recovery. There are signs that the extraordinary measures taken by central banks and governments to stabilize the financial system and restore the flow of credit are starting to gain traction. Spreads in targeted markets have narrowed, and volatility has eased slightly from extraordinarily high levels. Conditions in global financial markets, nevertheless, remain strained. With the deteriorating global economic outlook now feeding back onto these pressures, it will take some time for conditions to normalize.

In longer-term credit markets, conditions have worsened in recent months, especially for lower-quality borrowers. Issuance activity has been very light until recently, except for securities bearing a government guarantee. The cost of funds for business borrowers remains exceptionally high relative to government yields. Moreover, surveys of senior loan officers in a number of advanced countries point to a substantial tightening in bank lending standards, suggesting that access to credit may have fallen further. Global equity markets have also continued to decline, with the indexes of all major and emerging markets reaching multi-year lows. The ongoing fragile state of global financial conditions continues to restrict the availability of funds to support real economic activity and has contributed to uncertainty and flagging confidence, which are further eroding domestic demand in many countries.

Canadian Credit Conditions

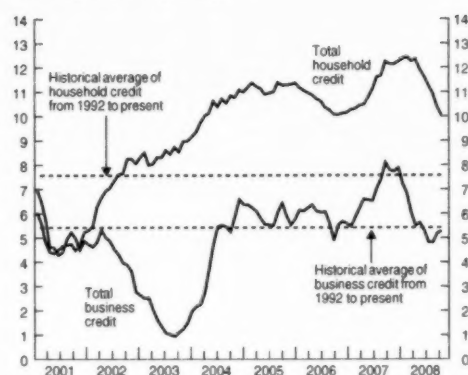
Canadian credit conditions remain better than those in other major countries. Borrowing costs for banks have decreased since the *October Report*, owing to the reduction in the policy interest rate and significant ongoing

efforts to provide liquidity to the Canadian financial system. The estimated spread between the weighted average of bank borrowing rates across the term structure and the expected overnight rate has narrowed since October from a peak of 200 basis points to a current level of around 170 basis points. The narrowing of spreads, together with the decline in the overnight interest rate, has reduced overall bank funding costs by approximately 100 basis points since October.

Consistent with these developments, the effective average interest rate paid by households has also eased and is well below the levels that existed when the financial turbulence began in August 2007 (Table 1). Bank lending to households has slowed only moderately and continues to expand at a pace well above the historical average (Chart 6). One of the factors helping to explain the strength of household credit growth has been the resilience of labour markets up to October.

Business credit also grew at a solid pace from September to November (the last data point available), as an increase in bank lending more than offset a decline in market sources of funds. Nonetheless, respondents

Chart 6
Business and Household Credit
Year-over-year percentage change



Note: Last data point plotted is November.

to the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* and *Business Outlook Survey* reported ongoing tightening in both the pricing and availability of credit, which, combined with weak demand conditions, is likely to reduce credit growth going forward. Yields on investment-grade corporate bonds have been broadly flat, despite the decline in yields on government bonds, and corporate borrowers (especially those below investment grade) have generally been finding it difficult to raise funds in capital markets.

Table 1
Interest Rates (per cent)

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	Three-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 Oct. 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
4 Dec. 2007	4.25	6.25	5.25	7.37	4.70	5.28
24 Jan. 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 Apr. 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 Oct. 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
9 Dec. 2008	1.50	4.00	5.00	6.86	1.77	6.04
16 Jan. 2009 ^a	1.50	3.50	4.30	6.73	0.99	5.71

a. Prior to the 20 January reduction in the target overnight rate.
Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg. All other series, Bank of Canada.

Exchange Rate

Foreign exchange markets have remained extremely volatile over the past three months, with the Canadian dollar trading in a range of about 77 to 87 cents U.S. and averaging 82 cents. Two main factors have been driving recent movements in the dollar. First, the fall in commodity prices, particularly energy prices, has put downward pressure on the Canadian dollar. Second, the U.S. dollar appreciated against most major currencies through October and November, possibly reflecting sizable repatriation of assets by investors who manage their funds in U.S. dollars.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 82 cents U.S.; energy prices moving in line with current futures prices; prices for non-energy commodities easing slightly over the near term; tight global credit conditions persisting through 2009, and improving gradually in 2010;² and an unchanged outlook for Canadian potential output growth relative to the *October Report* (i.e., 2.4 per cent through the remainder of 2009, and 2.5 per cent in 2010). In addition, substantial fiscal policy stimulus is assumed, globally and in Canada.

The Global Outlook

Global economic growth is projected to slow to 1.1 per cent in 2009—a rate consistent with a deep global recession—and to pick up in 2010, but remain below the rate of potential output growth (Table 2). Economic activity in all regions is expected to be much weaker over the next couple of years than projected in the *October Report* because of a more protracted and widespread weakness in global financial markets and a stronger negative feedback to the real economy.

2. In the case of the United States, the extraordinary nature of the policy actions taken by the Federal Reserve to ease credit conditions makes it difficult to assess their impact.

Heightened uncertainty is also contributing to slower growth.

U.S. economic growth is expected to decline through the first three quarters of 2009, as consumption and business investment continue to contract and exports weaken. Annual U.S. GDP growth is projected to average -1.7 per cent in 2009 and 2.6 per cent in 2010. As a result of this weaker outlook, U.S. core inflation will be much lower over the projection horizon and is expected to remain below 1 per cent for most of the next three years.

Several factors are expected to underpin the recovery in the global economy. First, as the measures to stabilize the financial sector taken around the world gain more traction, global credit conditions should begin to normalize, bolstering growth by increasing the availability of credit to businesses and consumers, and restoring confidence. Second, the easing in monetary policy and simultaneous fiscal policy expansion will stimulate domestic demand globally. Third, the drag exerted by the housing market correction in the United States and in

Table 2
Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2007	2008	2009	2010
United States	22	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	-1.7 (-0.1)	2.6 (3.2)
European Union	20	2.7 (2.7)	0.9 (1.0)	-1.0 (0.3)	2.1 (3.0)
Japan	7	2.4 (2.0)	0.0 (0.5)	-1.7 (0.6)	2.0 (2.2)
China and Asian NIEs ^c	14	10.2 (10.2)	7.5 (8.1)	5.6 (7.3)	6.9 (7.5)
Others	37	6.6 (6.6)	5.0 (5.5)	2.7 (4.5)	4.3 (5.5)
World	100	5.0 (5.0)	3.4 (3.7)	1.1 (2.8)	3.7 (4.6)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, *WEO Update*, January 2009.

b. Numbers in parentheses are projections from the October 2008 *Monetary Policy Report*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

some other industrial countries should diminish, and construction activity should then pick up as excess supply in that sector is gradually eliminated. Strengthening U.S. GDP growth, and the accompanying improvement in consumer confidence, should also help to stimulate global economic activity through trade and financial linkages.

The Canadian Outlook

Real GDP in Canada is expected to decline markedly in the first half of 2009, especially in the first quarter. This leaves the level of aggregate output by mid-year much lower than expected in the *October Report*. On an average annual basis, real GDP decreases by 1.2 per cent in 2009 (Tables 3 and 4).

Final domestic demand is projected to decrease in 2009. Reduced real incomes and net worth, along with much lower confidence levels, weigh heavily on household spending, with housing investment expected to decrease considerably. Weak global growth, much lower commodity prices, tighter credit conditions, and heightened uncertainty about economic prospects lead to a projected fall in business investment, including inventory investment. With the expected weakness of foreign demand (especially from the United States), Canadian export volumes are projected to decrease still further through 2009. However, given the projected decline in domestic demand, imports are also expected to fall considerably. Consequently, there is only a slight drag to growth coming from net exports.

The anticipated normalization of financial conditions, together with the stimulus coming from monetary and fiscal policies, should boost the growth of consumer spending in 2010. Exports are also expected to recover next year as the U.S. economy strengthens and the past depreciation of the Canadian dollar stimulates foreign demand. Excess supply will be gradually reduced, with the economy projected to return to balance by mid-2011. The projected return to balance of the Canadian

Table 3
Contributions to Average Annual Growth of Real Canadian GDP^a

Percentage points

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.5 (2.5)	1.8 (2.0)	0.4 (1.5)	2.0 (2.5)
Housing	0.2 (0.2)	-0.2 (-0.2)	-1.0 (-0.6)	0 (-0.3)
Government	0.9 (0.9)	0.9 (1.0)	0.9 (0.7)	1.3 (0.6)
Business fixed investment	0.5 (0.5)	0.4 (0.2)	-0.6 (-0.2)	0 (0.3)
Subtotal: Final domestic demand	4.1 (4.1)	2.9 (3.0)	-0.3 (1.4)	3.3 (3.1)
Exports	0.4 (0.4)	-1.8 (-1.5)	-2.6 (-0.6)	2.1 (1.5)
Imports	-1.8 (-1.8)	-0.1 (-0.4)	2.4 (-0.2)	-2.1 (-1.2)
Subtotal: Net exports	-1.4 (-1.4)	-1.9 (-1.9)	-0.2 (-0.8)	0 (0.3)
Inventories	0 (0)	-0.3 (-0.5)	-0.7 (0)	0.5 (0)
Real GDP	2.7 (2.7)	0.7 (0.6)	-1.2 (0.6)	3.8 (3.4)
Real gross domestic income (GDI)^b	3.7 (3.7)	2.3 (2.0)	-3.6 (-1.9)	4.1 (3.2)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the *October Monetary Policy Report*.

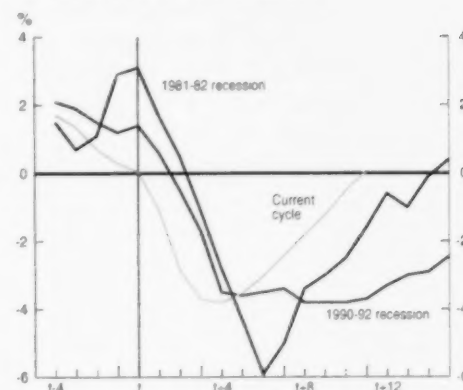
b. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

economy is faster than either of the recoveries following the 1981–82 and 1990–92 recessions (Chart 7). In contrast to these earlier episodes, with an explicit 2 per cent inflation target since 1991 and expectations of inflation well anchored to this target, monetary policy has been able to react in a timely and significant way to help offset the economic downturn and promote conditions to support recovery. In addition, Canada enters this recession with greater fiscal flexibility and stronger corporate balance sheets than in the recession of the 1990s.

The sharp widening of the output gap, together with modest decreases in house prices, should cause the core rate of inflation to ease through 2009, reaching a projected low of 1.1 per cent by the fourth quarter (Table 4). With the gradual reduction in excess supply and upward pressure coming from increased import costs, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to return to the 2 per cent target in the first half of 2011.

The projected 12-month rate of change in the total CPI in 2009 is much lower than in the *October Report*, reflecting year-on-year drops in energy prices. Indeed, the rate of change in the total CPI is expected to fall below zero in the second and third quarters. Total CPI inflation is projected to move back up to about 1.6 per cent in early 2010, and to reach the 2 per cent target in the first half of 2011.

Chart 7
Output Gap: Cycle-on-Cycle Comparison



Note: Historical estimates of output gap based on the Bank's conventional measure.
Projected output gap in current cycle based on Bank of Canada projection.
t = quarter prior to start of recession.
1981-82 recession begins in third quarter of 1981.
1990-92 recession begins in second quarter of 1990.
Current recession begins in fourth quarter of 2008.

Table 4
Summary of the Base-Case Projection^a

	2008		2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	1.3 (0.8)	-2.3 (-0.4)	-4.8 (0)	-1.0 (0.8)	2.0 (2.1)	3.5 (2.3)	4.7 (4.2)	4.9 (4.5)
Real GDP (year-over-year percentage change)	0.5 (0.3)	-0.3 (0)	-1.3 (0.2)	-1.7 (0.3)	-1.6 (0.6)	-0.1 (1.3)	3.0 (2.7)	4.6 (4.0)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.2 (1.8)	2.1 (1.8)	1.5 (1.5)	1.2 (1.5)	1.1 (1.7)	1.3 (1.9)	1.8 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	3.4 (3.4)	2.0 (2.6)	1.2 (2.5)	-0.6 (0.9)	-1.0 (0.4)	1.1 (1.6)	1.6 (1.9)	1.8 (2.0)
Total CPI (excluding effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	3.9 (4.0)	2.6 (3.2)	1.2 (2.5)	-0.6 (0.9)	-1.0 (0.4)	1.1 (1.6)	1.6 (1.9)	1.8 (2.0)
WTI ^c (level)	119 (119)	58 (82)	43 (81)	52 (82)	56 (83)	58 (85)	62 (86)	64 (88)

a. Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

b. For half years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 January 2009.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at:
<<http://www.bankofcanada.ca>>.

ISSN 1495-947X (Print)
ISSN 1495-8473 (Online)

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Janvier 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 19 janvier 2009.

Vue d'ensemble

Les perspectives économiques à l'échelle du globe se sont nettement détériorées depuis la publication de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*. La crise financière s'est intensifiée l'automne dernier et s'est répercutée sur une économie mondiale déjà faible, qui a soumis à son tour le système financier à des tensions supplémentaires. Cette dynamique a contribué à un accroissement de l'incertitude et à un effondrement de la confiance, aggravant ainsi la situation. Les grandes économies avancées, dont le Canada, sont maintenant en récession, et les pays à marché émergent sont de plus en plus touchés. Par suite de la diminution soudaine de la demande mondiale, les prix des produits de base, en particulier de l'énergie, se sont encore repliés, et les pressions inflationnistes à l'échelle de la planète se sont rapidement atténuées.

Les décideurs publics ont réagi à la chute de l'activité économique mondiale par des mesures énergiques et concertées. Les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs de façon marquée depuis octobre dernier, et les autorités de nombreux pays adoptent actuellement d'importants programmes de relance budgétaire. D'autres initiatives destinées à stabiliser les institutions financières dans les économies avancées sont en cours, et les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements commencent à porter leurs fruits. Toutefois, vu l'effet de rétroaction négatif qui s'est établi entre l'économie affaiblie et les marchés financiers, il faudra du

Faits saillants

- Les perspectives de l'économie mondiale se sont nettement détériorées depuis octobre, et toutes les grandes économies avancées sont maintenant en récession.
- Les décideurs publics ont réagi à la chute de l'activité économique mondiale par des mesures énergiques et concertées.
- On prévoit que le PIB du Canada régressera de 1,2 % en 2009 et qu'il rebondira de 3,8 % en 2010.
- On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminue tout au long de 2009, pour toucher un creux de 1,1 %, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait être négative pendant deux trimestres cette année.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global devraient toutes deux revenir à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2011.
- Les perspectives sont entachées d'une grande incertitude, mais la Banque estime que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés.
- La Banque a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 20 janvier, ce qui porte l'assouplissement monétaire cumulatif à 350 points de base depuis décembre 2007.

temps avant qu'on puisse observer un retour à la normale.

L'activité économique au Canada devrait fléchir jusqu'au milieu de 2009 sous l'effet de ces facteurs mondiaux. Les exportations canadiennes reculent déjà fortement en raison de la contraction de la demande extérieure, surtout en provenance des États-Unis. Les baisses du revenu réel associées au renversement des cours des produits de base, conjuguées à la brusque chute de la confiance et à la diminution de l'avoir net des ménages, contribuent à comprimer la demande intérieure finale. Comme les mesures prises par les pouvoirs publics devraient commencer à produire les effets souhaités, tant au pays qu'à l'étranger, l'économie canadienne devrait reprendre de l'élan au second semestre de 2009 et croître à un rythme supérieur à son potentiel en 2010. La dépréciation passée du dollar canadien viendra également soutenir la reprise. On prévoit que le PIB réel régressera, en moyenne annuelle, de 1,2 % en 2009 et qu'il rebondira de 3,8 % en 2010.

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne au quatrième trimestre de 2008. Elle devrait augmenter considérablement au premier semestre de 2009 et on ne s'attend pas à ce qu'elle soit entièrement résorbée avant le milieu de 2011.

Le net élargissement de l'écart de production et le recul modeste des prix des logements devraient entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence au Canada, laquelle toucherait un creux de 1,1 % d'ici le quatrième trimestre. Compte tenu des baisses en glissement annuel des prix de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer beaucoup plus abruptement, au point d'être négative aux deuxième et troisième trimestres de 2009. Étant donné que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'IPC global et celui de l'indice de référence devraient revenir à la cible de 2 % visée par la Banque au premier semestre de 2011, alors que l'économie retournera à son potentiel.

Dans ce contexte, la Banque a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 20 janvier, ce qui porte l'assouplissement monétaire cumulé à 350 points de base depuis décembre 2007. Guidée par le régime de cibles d'inflation adopté par le Canada, la

Banque continuera de suivre de près la situation économique et financière afin de déterminer dans quelle mesure une nouvelle détente monétaire sera nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Un taux d'inflation bas, stable et prévisible représente la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance économique et à la stabilité financière à long terme.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, l'économie mondiale pourrait être en meilleure posture si les mesures de relance budgétaire mises en œuvre à l'échelle internationale se révélaient plus expansionnistes que prévu, ou si les actions énergiques qui ont été menées simultanément par les autorités des grandes économies atténuent l'incertitude et restauraient la confiance plus vite qu'on ne le suppose. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée dans le cas où le retour à la normale des conditions financières serait plus lent à s'opérer.

Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les évolutions cycliques semblent certes contribuer à réduire les importants déséquilibres des balances courantes, mais pour que se produise une correction durable et ordonnée, il faudra des politiques favorisant un rééquilibrage de la demande intérieure parmi les grandes zones économiques.

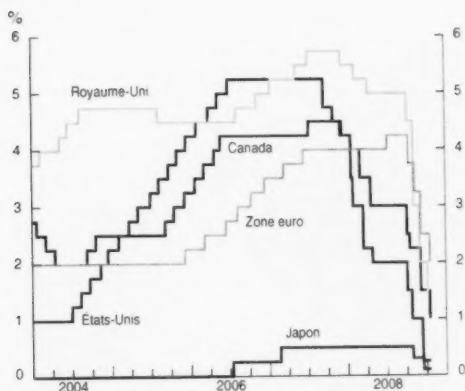
Bien que les perspectives soient entachées d'une grande incertitude, la Banque estime que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

La tenue de l'économie mondiale s'est considérablement détériorée depuis la parution du *Rapport* d'octobre, la crise financière grandissante s'étant propagée à l'activité économique réelle. Les grandes économies avancées sont maintenant en récession, et le synchronisme de cette contraction touche de plus en plus les pays à marché émergent par la voie des échanges

Graphique 1
Taux directeurs
Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque du Japon, Banque d'Angleterre et Banque centrale européenne

commerciaux, des liens financiers et de la confiance. L'incertitude liée aux perspectives demeure élevée et concourt à freiner l'activité.

En raison de l'affaiblissement très prononcé de la demande mondiale, les prix des produits de base se sont repliés, notamment ceux de l'énergie. Les cours du pétrole ont chuté de 50 % depuis octobre. Le recul des prix des produits de base a contribué à la forte baisse de l'inflation globale dans de nombreux pays. Les mesures de l'inflation fondamentale ont également commencé à fléchir, en raison de l'accroissement de l'offre excédentaire et de certaines retombées de la diminution des prix des produits de base.

Les décideurs publics ont réagi à la chute abrupte de l'activité économique par une série de mesures énergiques. L'atténuation des pressions inflationnistes a incité les banques centrales à abaisser les taux d'intérêt jusqu'à des niveaux extraordinairement bas (Graphique 1). Dans certains pays, comme les États-Unis et le Japon, où les taux directeurs avoisinent zéro, les autorités monétaires se tournent vers d'autres moyens pour assouplir les conditions du crédit. Les décideurs ont aussi de plus en plus recouru à des mesures budgétaires discrétionnaires pour stimuler la demande intérieure.

L'économie américaine a accusé un léger repli au troisième trimestre de 2008 et, selon les indicateurs récents, se serait fortement contractée au quatrième trimestre. La consomma-

tion a continué de reculer à cause des pertes d'emplois substantielles, de la réduction de l'accès au crédit, du déclin sans précédent de la richesse des ménages et du bas niveau de la confiance des consommateurs. La production industrielle a considérablement régressé, en raison de la contraction généralisée de l'activité dans le secteur de la fabrication. Les ventes et la production de véhicules automobiles, notamment, ont été beaucoup plus faibles que prévu.

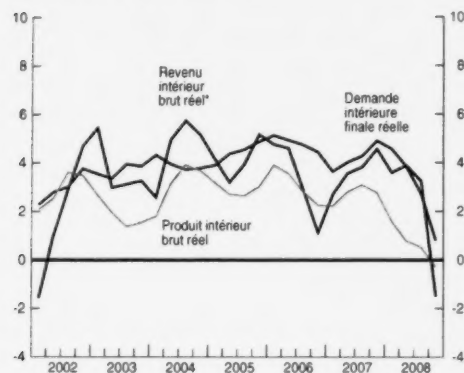
Dans d'autres grandes régions du globe, on a assisté à un essoufflement inattendu et soudain de l'activité économique. En Europe et en Asie, les principaux indicateurs, tels que l'indice de confiance des consommateurs et l'indice des directeurs des achats, laissent entrevoir une nouvelle dégradation des perspectives de croissance. En Europe, l'atonie de la demande intérieure s'explique en bonne partie par le durcissement des conditions du crédit et la réduction de la valeur des patrimoines immobilier et financier, tandis qu'au Japon, l'appréciation du yen et la faiblesse des marchés d'exportation ont joué un rôle déterminant à cet égard. Dans de nombreux pays émergents, le récent renversement des flux de capitaux déprime la demande en restreignant sensiblement la disponibilité du crédit. Le resserrement important du crédit commercial, en particulier, semble fortement influencer sur les échanges internationaux.

L'activité économique au Canada

La conjoncture s'est aussi nettement dégradée au Canada depuis la parution du *Rapport* d'octobre, malgré la croissance quelque peu supérieure aux attentes enregistrée au troisième trimestre de 2008. Par suite du repli prononcé de l'activité à l'échelle mondiale observé dernièrement, l'économie canadienne est entrée en récession.

Après avoir à peine varié au premier semestre de 2008, le PIB réel a progressé de 1,3 % en rythme annuel au troisième trimestre. Tant les exportations nettes que les investissements en stocks ont contribué légèrement à l'expansion du PIB réel, ce qui contraste avec l'effet modérateur qu'ils avaient exercé globalement au premier semestre. La croissance de la demande intérieure finale s'est par contre considérablement tassée au troisième trimestre, en raison à la fois du ralentissement de la

Graphique 2
Revenu réel, demande intérieure et production
 Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Nota : Les chiffres relatifs au quatrième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

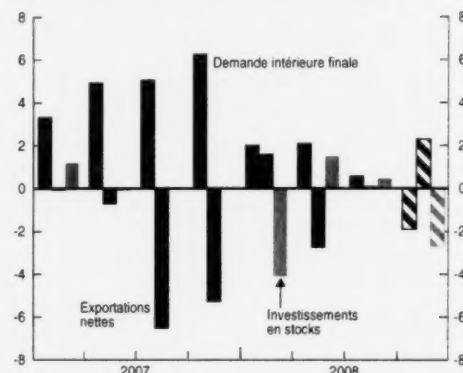
croissance des revenus réels et de l'incertitude accrue face à l'aggravation de la récession à l'échelle internationale (Graphique 2). Le volume des exportations a continué de chuter, les baisses étant particulièrement marquées dans le cas des produits agricoles, énergétiques et forestiers.

D'après les données du quatrième trimestre de 2008, le PIB réel s'est contracté à un taux annuel de 2,3 %, soit un recul beaucoup plus rapide que celui de 0,4 % projeté dans le *Rapport* d'octobre. Compte tenu de l'important ralentissement de l'activité économique aux États-Unis, les exportations canadiennes (notamment de produits automobiles) devraient fléchir fortement. Vu la détérioration récente de nos termes de l'échange, de la croissance des revenus réels et de la confiance, les entreprises et les ménages canadiens se montrent de plus en plus prudents. Par conséquent, la demande intérieure, surtout en ce qui concerne les investissements dans le logement et les investissements des entreprises (y compris les stocks), devrait avoir baissé au quatrième trimestre (Graphique 3).

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne au quatrième trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la

Graphique 3
Contribution à la croissance du PIB réel
 En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Nota : Les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

Banque, l'économie fonctionnait à un rythme d'environ 1 % inférieur à son potentiel au quatrième trimestre de 2008 (Graphique 4)¹. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé des pressions sur leur capacité de production est descendue sous la moyenne, alors que le pourcentage des répondants faisant état de pénuries de main-d'œuvre a touché son niveau le plus bas depuis la tenue de la première enquête, il y a dix ans.

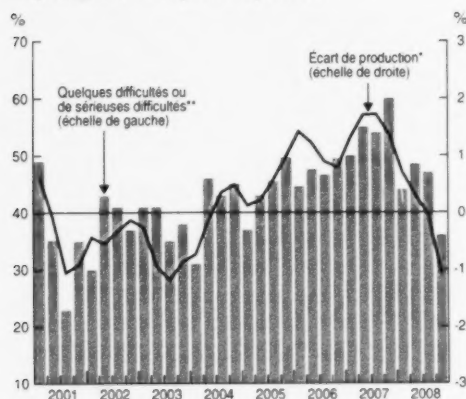
L'inflation et la cible de 2 %

Les mouvements de l'IPC global observés ces six derniers mois sont attribuables principalement à l'incidence des fluctuations des cours du pétrole brut. Après avoir culminé à 3,5 % en août, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est retombé à 2,0 % en novembre, soit un niveau légèrement inférieur à celui prévu dans le *Rapport* d'octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie en moyenne à 1,7 % d'août à

1. Le niveau de l'offre excédentaire au quatrième trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, avoisine celui énoncé dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Malgré une baisse projetée beaucoup plus importante que prévu du PIB réel au quatrième trimestre, le niveau de la production durant ce trimestre n'est qu'un peu inférieur à la projection contenue dans le dernier rapport, en raison de la révision de la croissance du PIB au premier semestre de 2008 et de la croissance légèrement supérieure aux attentes au troisième trimestre. La réduction du niveau projeté de la production est contrebalancée par une petite diminution du niveau estimé de la production potentielle.

Graphique 4
Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



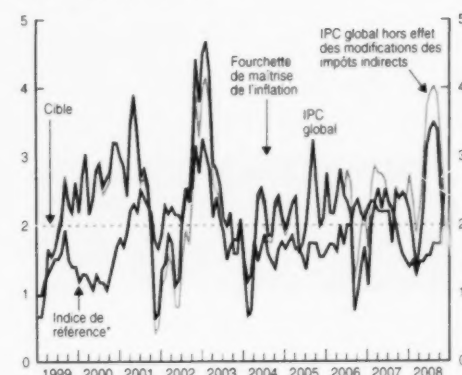
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2008 se fonde sur une réduction prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

octobre, mais a grimpé à 2,4 % en novembre (Graphique 5), ce chiffre étant beaucoup plus élevé que celui avancé dans le scénario de référence d'octobre. La baisse marquée des incitations à la vente de véhicules automobiles 2009, par rapport à celles visant les modèles 2008, a contribué à cette hausse. On a également enregistré une nouvelle augmentation des prix des aliments compris dans l'indice de référence en novembre. Ces facteurs positifs inattendus touchant l'inflation mesurée par l'indice de référence ne devraient pas persister, étant donné l'atonie de la demande dans le secteur automobile et la forte réduction des prix des produits de base alimentaires depuis un an.

Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme ont été volatils ces six derniers mois, en raison des importantes variations des prix de l'énergie. Après avoir atteint des sommets au milieu de 2008, les attentes concernant l'inflation moyenne pour les deux prochaines années, dont il est fait état dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet hiver, ont sensiblement diminué. Dans ses plus récentes prévisions, Consensus Economics estime que le taux d'accroissement de l'IPC global pour 2009 sera de 0,7 %, mais qu'il remontera à 1,9 % en 2010. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à

Graphique 5
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

L'évolution financière

La stabilisation du système financier mondial est une condition préalable à la reprise économique. Des signes indiquent que les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements afin de stabiliser le système financier et de rétablir les flux de crédit commencent à porter leurs fruits. Les écarts sur les marchés ciblés se resserrent, et la volatilité s'est légèrement atténuée par rapport aux niveaux extraordinairement élevés atteints précédemment. Les marchés financiers mondiaux demeurent toutefois tendus. L'assombrissement des perspectives économiques mondiales alimentant à son tour ces pressions, il faudra un certain temps avant que les conditions ne reviennent à la normale.

La situation sur les marchés du crédit à long terme s'est dégradée ces derniers mois, notamment pour ce qui est des emprunteurs moins solvables. L'activité d'émission est restée très faible jusqu'à récemment, sauf dans le cas des titres bénéficiant d'une garantie de l'État. Le coût de financement pour les entreprises reste exceptionnellement élevé par rapport au rendement des titres d'État. En outre, les enquêtes menées auprès des responsables du crédit dans plusieurs pays avancés semblent indiquer un durcissement marqué des critères des banques en matière d'octroi de

prêts, ce qui donne à penser que l'accès au crédit a pu se restreindre à nouveau. Les marchés boursiers mondiaux ont poursuivi leur descente, les indices de tous les grands marchés et des marchés émergents touchant des creux pluri-annuels. La fragilité persistante des conditions financières à l'échelle internationale continue de limiter la disponibilité du financement à l'appui de l'activité économique réelle et a contribué à l'installation de l'incertitude et à l'érosion de la confiance, qui minent encore davantage la demande intérieure dans bon nombre de pays.

Les conditions du crédit au Canada

Les conditions du crédit au Canada demeurent meilleures que dans les autres grands pays. Les coûts d'emprunt pour les banques ont diminué depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la baisse du taux directeur et des efforts appréciables et soutenus déployés pour approvisionner le système financier canadien en liquidités. Après avoir atteint 200 points de base en octobre, l'écart estimatif entre la moyenne pondérée des taux d'emprunt pour les banques sur l'ensemble des échéances et le taux du financement à un jour attendu s'est amenuisé, pour avoisiner 170 points de base à l'heure actuelle. Le rétrécissement des écarts, conjugué à la baisse du taux du financement à un jour, a entraîné une réduction des coûts de financement globaux

Graphique 6
Crédits aux entreprises et aux ménages
Taux de variation en glissement annuel



Nota : Les valeurs les plus récentes remontent à novembre dernier.

pour les banques d'environ 100 points de base depuis octobre.

Conformément à cette évolution, le taux d'intérêt moyen effectif payé par les ménages a également fléchi et se situe bien en deçà des niveaux observés au début de la turbulence financière, en août 2007 (Tableau 1). Le crédit bancaire accordé aux ménages ne s'est ralenti que modérément et continue de s'accroître à une cadence bien supérieure à sa moyenne historique (Graphique 6). La vigueur de la croissance des crédits aux ménages tient aussi, entre autres facteurs, à la résilience affichée par les marchés du travail jusqu'en octobre.

Tableau 1
Taux d'intérêt (en pourcentage)

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme des sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
4 déc. 2007	4,25	6,25	5,25	7,37	4,70	5,28
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avr. 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
9 déc. 2008	1,50	4,00	5,00	6,86	1,77	6,04
16 janv. 2009 ^a	1,50	3,50	4,30	6,73	0,99	5,71

a. Avant la réduction du taux cible du financement à un jour opérée le 20 janvier 2009

Sources : Taux des obligations à long terme des sociétés : Bloomberg; toutes les autres séries : Banque du Canada.

Les crédits aux entreprises ont également progressé à un rythme solide de septembre à novembre (données disponibles les plus récentes), l'expansion du crédit bancaire ayant plus que compensé la diminution des sources de financement sur les marchés. Néanmoins, les répondants à la plus récente édition de l'enquête auprès des responsables du crédit et de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé un resserrement continu du coût et de la disponibilité du crédit, qui, combiné à l'atonie de la demande, va probablement réduire la croissance future du crédit. Les rendements des obligations de sociétés de bonne qualité sont restés globalement inchangés, malgré la baisse des rendements des obligations d'État, et les sociétés émettrices, en particulier celles notées dans la catégorie spéculative, ont généralement éprouvé de la difficulté à mobiliser des fonds sur les marchés de capitaux.

Le taux de change

Les marchés des changes sont demeurés extrêmement volatils au cours des trois derniers mois, le dollar canadien s'échangeant à l'intérieur d'une fourchette allant d'environ 77 à 87 cents É.-U. et s'établissant, en moyenne, à 82 cents. Les récentes fluctuations du huard tiennent principalement à deux facteurs. Tout d'abord, la chute des cours des produits de base, en particulier ceux de l'énergie, a soumis notre monnaie à des pressions à la baisse. Ensuite, pendant les mois d'octobre et de novembre, le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des grandes devises, ce qui s'explique peut-être par le rapatriement massif de capitaux de la part des investisseurs qui gèrent leurs fonds en dollars É.-U.

Les perspectives économiques

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 82 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un fléchissement modéré à brève échéance des prix des produits de base non énergétiques; la persistance de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'à la fin de 2009, et leur relâchement graduel en

2010²; et des taux de croissance de la production potentielle au Canada identiques à ceux avancés dans le *Rapport* d'octobre (soit 2,4 % durant le reste de 2009 et 2,5 % en 2010). Elle postule en outre un assouplissement substantiel des politiques budgétaires dans le monde et au pays.

Les perspectives mondiales

La croissance mondiale devrait ralentir en 2009 pour se situer à 1,1 % — un taux compatible avec une profonde récession à l'échelle du globe — avant de reprendre de l'élan en 2010, tout en demeurant en deçà du rythme d'augmentation de la production potentielle (Tableau 2). On s'attend à ce que l'activité économique dans toutes les régions du monde soit beaucoup plus faible au cours des deux prochaines années que ce qu'on envisageait

Tableau 2
Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2007	2008	2009	2010
États-Unis	22	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	-1,7 (-0,1)	2,6 (3,2)
Union européenne	20	2,7 (2,7)	0,9 (1,0)	-1,0 (0,3)	2,1 (3,0)
Japon	7	2,4 (2,0)	0,0 (0,5)	-1,7 (0,6)	2,0 (2,2)
Chine et ENI ^c d'Asie	14	10,2 (10,2)	7,5 (8,1)	5,6 (7,3)	6,9 (7,5)
Autres pays	37	6,6 (6,6)	5,0 (5,5)	2,7 (4,5)	4,3 (5,5)
Ensemble du monde	100	5,0 (5,0)	3,4 (3,7)	1,1 (2,8)	3,7 (4,6)

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2009.

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taiwan et Singapour. Source : Banque du Canada

2. Dans le cas des États-Unis, il est difficile d'évaluer l'incidence des mesures prises par la Réserve fédérale pour assouplir les conditions du crédit, compte tenu de leur caractère exceptionnel.

dans le *Rapport* d'octobre, en raison de l'affaiblissement plus long et généralisé des marchés financiers internationaux et des répercussions négatives plus importantes que celui-ci devrait avoir sur l'économie réelle. L'incertitude accrue contribue également au ralentissement de la croissance.

Les États-Unis devraient voir leur taux de croissance fléchir au cours des trois premiers trimestres de 2009, sous l'effet combiné de la baisse persistante de la consommation et des investissements des entreprises et du recul des exportations. La croissance du PIB américain devrait se chiffrer à -1,7 % sur l'ensemble de l'année 2009 et à 2,6 % en 2010. Compte tenu de cet assombrissement des perspectives, l'inflation fondamentale sera bien plus basse dans ce pays au cours de la période de projection, et on s'attend à ce qu'elle demeure en deçà de 1 % durant la majeure partie des trois prochaines années.

Plusieurs facteurs devraient soutenir la reprise de l'économie mondiale. Premièrement, comme les mesures qui ont été adoptées au niveau international en vue de stabiliser le secteur financier devraient avoir commencé à porter leurs fruits, les conditions du crédit à l'échelle du globe devraient entamer un retour à la normale et, du même coup, alimenter la croissance, en améliorant l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, et restaurer la confiance. Deuxièmement, l'assouplissement des politiques monétaires et l'expansion simultanée des politiques budgétaires stimuleront la demande intérieure de par le monde. Troisièmement, l'effet modérateur qu'exerce la correction du marché immobilier aux États-Unis et dans certains autres pays industriels devrait diminuer et l'activité dans le secteur de la construction se redresser ensuite, au fur et à mesure que l'offre excédentaire qui y est présente se résorbera. Le raffermissement de la croissance du PIB américain, couplé à l'amélioration connexe de la confiance des consommateurs, devrait aussi aider à stimuler l'activité à l'échelle internationale par le biais des liens commerciaux et financiers.

Les perspectives au Canada

Le PIB réel au Canada devrait fortement reculer au premier semestre de 2009, en particulier au premier trimestre. Par conséquent, le niveau de la production globale devrait s'avérer

beaucoup plus bas d'ici le milieu de l'année qu'il n'avait été anticipé dans le *Rapport* d'octobre. On prévoit maintenant que le PIB réel régressera, en moyenne annuelle, de 1,2 % en 2009 (Tableaux 3 et 4).

La demande intérieure finale devrait décroître en 2009. La réduction des revenus réels et de l'avoir net, conjuguée à la baisse prononcée des niveaux de confiance, pèse lourd sur les dépenses des ménages, et les investissements dans le secteur du logement devraient fléchir considérablement. La Banque

Tableau 3
Contribution à la croissance annuelle
moyenne du PIB réel canadien^a
En points de pourcentage

	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,5 (2,5)	1,8 (2,0)	0,4 (1,5)	2,0 (2,5)
Logement	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,2)	-1,0 (-0,6)	0 (-0,3)
Administrations publiques	0,9 (0,9)	0,9 (1,0)	0,9 (0,7)	1,3 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,5)	0,4 (0,2)	-0,6 (-0,2)	0 (0,3)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	2,9 (3,0)	-0,3 (1,4)	3,3 (3,1)
Exportations	0,4 (0,4)	-1,8 (-1,5)	-2,6 (-0,6)	2,1 (1,5)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,1 (-0,4)	2,4 (-0,2)	-2,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,4 (-1,4)	-1,9 (-1,9)	-0,2 (-0,8)	0 (0,3)
Stocks	0 (0)	-0,3 (-0,5)	-0,7 (0)	0,5 (0)
PIB réel	2,7 (2,7)	0,7 (0,6)	-1,2 (0,6)	3,8 (3,4)
Revenu intérieur brut (RIB) réel^b	3,7 (3,7)	2,3 (2,0)	-3,6 (-1,9)	4,1 (3,2)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Le revenu intérieur brut (RIB) réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Tableau 4
Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008		2009				2010	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	1,3 (0,8)	-2,3 (-0,4)	-4,8 (0)	-1,0 (0,8)	2,0 (2,1)	3,5 (2,3)	4,7 (4,2)	4,9 (4,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	0,5 (0,3)	-0,3 (0)	-1,3 (0,2)	-1,7 (0,3)	-1,6 (0,6)	-0,1 (1,3)	3,0 (2,7)	4,6 (4,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,2 (1,8)	2,1 (1,8)	1,5 (1,5)	1,2 (1,5)	1,1 (1,7)	1,3 (1,9)	1,8 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	3,4 (3,4)	2,0 (2,6)	1,2 (2,5)	-0,6 (0,9)	-1,0 (0,4)	1,1 (1,6)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	3,9 (4,0)	2,6 (3,2)	1,2 (2,5)	-0,6 (0,9)	-1,0 (0,4)	1,1 (1,6)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)
WTI ^c (niveau)	119 (119)	58 (82)	43 (81)	52 (82)	56 (83)	58 (85)	62 (86)	64 (88)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

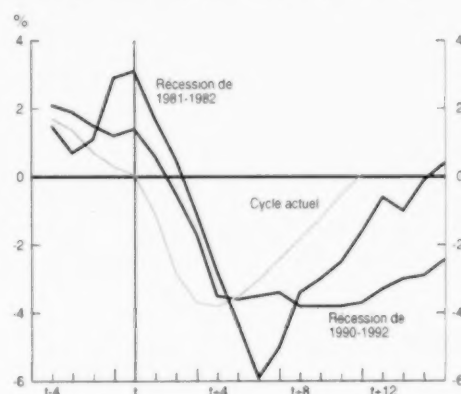
b. Dans le cas des semestres, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 janvier 2009.

projette que l'anémie de la croissance mondiale, la dépréciation marquée des produits de base, le resserrement des conditions du crédit et l'incertitude accrue quant aux perspectives économiques entraîneront un recul des investissements des entreprises, y compris les investissements en stocks. En outre, étant donné la faiblesse attendue de la demande étrangère (surtout en provenance des États-Unis), le volume des exportations canadiennes devrait diminuer encore davantage en 2009. Mais les importations devraient aussi chuter fortement compte tenu du repli projeté de la demande intérieure. Par conséquent, les exportations nettes ne devraient freiner qu'un peu la croissance.

Le rétablissement escompté de conditions financières normales, allié à l'effet stimulant des politiques monétaire et budgétaire, devrait raffermir la croissance des dépenses de consommation en 2010. On s'attend également à ce que les exportations redémarrent l'an prochain, à la faveur du renforcement de l'économie américaine et du redressement de la demande étrangère de produits canadiens consécutif à la dépréciation passée de notre monnaie. La Banque prévoit que l'offre excédentaire se réduira progressivement et que

Graphique 7
Écart de production : comparaison d'un cycle à l'autre



Nota : Les valeurs historiques de l'écart de production sont estimées selon la mesure usuelle de la Banque.

L'écart de production prévu dans le cycle actuel est fondé sur la projection de la Banque du Canada.

t = trimestre précédant le début de la récession

Début de la récession de 1981-1982 : troisième trimestre de 1981

Début de la récession de 1990-1992 : deuxième trimestre de 1990

Début de la récession actuelle : quatrième trimestre de 2008

l'économie canadienne retrouvera l'équilibre d'ici le milieu de 2011. Ce retour à l'équilibre devrait être plus rapide que ceux qui avaient suivi les récessions de 1981-1982 et 1990-1992 (Graphique 7). En effet, par contraste avec ces deux épisodes, comme le Canada est doté

depuis 1991 d'une cible explicite de 2 % en matière d'inflation et que les attentes à cet égard sont bien arrimées autour de cette cible, la politique monétaire est en mesure de réagir de manière rapide et significative pour aider à atténuer le ralentissement économique et à promouvoir les conditions qui facilitent la relance. En outre, le pays aborde cette récession avec une plus grande souplesse sur le plan budgétaire et des entreprises en meilleure santé financière que lors de la crise des années 1990.

Le net élargissement de l'écart de production et le recul modeste des prix des maisons devraient entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence, laquelle toucherait un creux de 1,1 % d'ici le quatrième trimestre (Tableau 4).

Sous l'effet de la baisse graduelle de l'offre excédentaire et des pressions à la hausse attribuables au renchérissement des importations, et du fait que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au premier semestre de 2011.

Le taux de variation de l'IPC global sur douze mois prévu par la Banque en 2009 est désormais beaucoup plus bas que celui avancé dans le *Rapport* d'octobre, étant donné la baisse en glissement annuel des cours de l'énergie. Le taux de variation devrait ainsi être négatif aux deuxième et troisième trimestres. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global remonte à environ 1,6 % au début de 2010 et qu'il atteigne la cible de 2 % au premier semestre de 2011.

Le *Rapport sur la politique monétaire et la Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

ISSN 1495-947X (version papier)
ISSN 1495-849X (Internet)

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

